

➤ **事件：**2023 年 1 月 30 日晚，公司发布 2022 年年度业绩预亏公告，2022 年预计归母净利润-3.5--2.5 亿元，同比变动-236%--197%，扣非归母净利润-4.26--3.26 亿元，同比变动-297%--251%；2022 年单 Q4 归母净利润-3.81--2.81 亿元，同比变动-1019%--725%，扣非归母净利润-3.87--2.87 亿元，同比变动-828%--588%。

➤ **多重因素导致业绩预亏，资产减值压力释放：**1) 工程客户渠道产品销售价格同比下降，产品成本同比上升；2) 公司大力拓展工程代理商渠道和经销商渠道，销售费用出现较大幅度增长，主要为招商服务费、展览费及广告费；3) 恒大等工程渠道客户计提信用减值损失；4) 公司防火门产线项目和重庆年产 120 万套木门项目的建设投入。

➤ **渠道结构调整，经销商与工程代理商渠道保持高增速：**分渠道来看，公司大力拓展经销商渠道和工程代理商渠道，截至 2022 年三季度末，公司经销商数量为 22000 余家，工程代理商数量为 400 余家。合作类型方面，除了住宅项目，公司还积极学校、医院、酒店、康养等新业务渠道，为未来进一步提升市场份额做好铺垫。2022 年前三季度公司经销商渠道收入 6.1 亿元，同比增长 45%；直营工程渠道收入 8.2 亿元，同比下降 35%；工程代理商渠道收入 5.6 亿元，同比增长 66%，营收结构持续调整，直营工程渠道收入已从 2020 年占比超 70%降至 2022 三季度末的 40%以下。

➤ **核心产品木门带动品类向门墙柜拓展：**公司采用 1+N 的产品战略，以门类产品为核心，向窗类、墙板类、柜类等一体化家居产品进行延伸，从木门扩展到室内防火门、铝合金门、玻璃门等泛门类产品，再拓展到墙板柜类产品。

➤ **展望 2023 年：**1) 大宗渠道相对乐观，保交楼预计将持续推进，地产客户持续优化，公司增加对每一个客户的销售品类，预计将在 23 年带来增量，积极开拓非住宅项目。工程代理商从 2020 年 100 多家增至 2022 年 400 多家，预计 2023 年将保持增长势头；2) 零售渠道方面，2020 年公司约 3000 家经销商，截至 2022Q3 约 2.2 万个经销商，我们预计 2023 年经销商开拓将保持高速。

➤ **投资建议：**我们根据公司业绩预告调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 34.37/43.67/52.95 亿元，同增 8.9%/27.1%/21.3%，归母净利润分别为-3.07/3.83/4.64 亿元，同增-219.7%/224.7%/21.2%，当前股价（1 月 30 日收盘价）对应 23-24 年 PE 分别为 22/18X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**地产数据低于预期；经销商管理风险；渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,157	3,437	4,367	5,295
增长率 (%)	4.8	8.9	27.1	21.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	257	-307	383	464
增长率 (%)	-39.7	-219.7	224.7	21.2
每股收益 (元)	1.88	-2.25	2.81	3.40
PE	33	-	22	18
PB	4.6	6.1	4.5	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 1 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

62.30 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

家居行业系列报告一：当政策底出现后，探究家居板块演绎-2023/01/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,157	3,437	4,367	5,295
营业成本	2,239	2,515	3,240	3,970
营业税金及附加	20	22	28	34
销售费用	264	309	304	344
管理费用	99	93	116	140
研发费用	121	120	153	185
EBIT	319	-288	491	592
财务费用	7	11	9	8
资产减值损失	-13	-14	-18	-23
投资收益	-27	-30	-38	-46
营业利润	285	-343	426	516
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	286	-342	427	517
所得税	27	-33	41	50
净利润	259	-309	386	468
归属于母公司净利润	257	-307	383	464
EBITDA	414	-174	637	758

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	997	1,159	1,261	1,821
应收账款及票据	1,195	584	1,267	1,406
预付款项	21	23	30	37
存货	476	521	671	822
其他流动资产	309	302	382	463
流动资产合计	2,999	2,588	3,611	4,548
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,021	1,288	1,394	1,375
无形资产	263	262	261	260
非流动资产合计	1,678	1,888	1,856	1,837
资产合计	4,677	4,477	5,468	6,385
短期借款	82	82	82	82
应付账款及票据	1,090	1,224	1,577	1,932
其他流动负债	713	809	969	1,179
流动负债合计	1,884	2,115	2,627	3,193
长期借款	81	81	81	81
其他长期负债	806	813	813	813
非流动负债合计	887	894	894	894
负债合计	2,771	3,009	3,521	4,087
股本	105	137	137	137
少数股东权益	64	62	65	68
股东权益合计	1,906	1,468	1,947	2,298
负债和股东权益合计	4,677	4,477	5,468	6,385

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.84	8.86	27.06	21.25
EBIT 增长率	-41.94	-190.37	270.26	20.62
净利润增长率	-39.67	-219.66	224.69	21.17
盈利能力 (%)				
毛利率	29.10	26.81	25.81	25.02
净利润率	-39.67	-219.66	224.69	21.17
总资产收益率 ROA	5.49	-6.87	7.01	7.27
净资产收益率 ROE	13.95	-21.87	20.37	20.82
偿债能力				
流动比率	1.59	1.22	1.37	1.42
速动比率	1.28	0.94	1.08	1.13
现金比率	0.53	0.55	0.48	0.57
资产负债率 (%)	59.25	67.21	64.40	64.00
经营效率				
应收账款周转天数	108.79	108.79	85.00	75.00
存货周转天数	77.67	77.67	77.67	77.67
总资产周转率	0.74	0.75	0.88	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	1.88	-2.25	2.81	3.40
每股净资产	13.48	10.29	13.78	16.33
每股经营现金流	-0.13	4.28	1.69	6.51
每股股利	1.96	-0.68	0.85	1.03
估值分析				
PE	33	-	22	18
PB	4.6	6.1	4.5	3.8
EV/EBITDA	19.97	-46.60	12.50	9.77
股息收益率 (%)	3.15	-1.09	1.36	1.65

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	259	-309	386	468
折旧和摊销	95	114	146	166
营运资金变动	-520	61	-480	57
经营活动现金流	-18	584	231	889
资本开支	-379	-244	-113	-145
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-384	-294	-151	-190
股权募资	0	0	0	0
债务募资	636	10	-48	0
筹资活动现金流	773	-129	22	-139
现金净流量	370	162	103	560

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026